

2022年10月14日

## 通胀不及预期，债市或延续震荡——9月通胀数据解读

■9月通胀数据公布，CPI同比自前值2.5%上行至2.8%，低于市场预期3.0%；核心CPI同比上升0.6%，前值0.8%，环比为0.0%，持平前值；PPI同比自前值2.3%下行至0.9%，低于市场预期1.1%。

■9月CPI环比由负转正，食品项涨幅较大，但受油价下跌和服务项拖累，同比上行不及预期。9月CPI同比自前值2.5%上行0.3个百分点至2.8%，环比由下降0.1%转为上涨0.3%。从环比看，食品项从前值0.5%大幅上行至1.9%，主要是受到鲜菜和猪肉价格上涨的拉动。其中，受高温少雨天气影响，鲜菜价格上涨6.8%，涨幅比上月扩大4.8个百分点；猪肉消费需求季节性回升，加之看涨预期下部分养殖户压栏惜售，价格继续上涨，但在中央储备猪肉投放等措施作用下，中下旬涨势有所趋缓，全月平均上涨5.4%；受节日期间消费需求增加影响，鸡蛋和鲜果价格也分别上涨5.4%和1.3%。非食品项中，9月国际油价延续回落，带动燃料成本继续下降，交通通信项环比降幅仍较大；另一方面，随着暑期结束和疫情反复，跨区域出行减少，9月飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格环比也分别出现不同程度下降，拖累服务价格环比由持平转为下降0.1%，也是CPI上行不及预期的主因。此外，本月扣除食品和能源价格后的核心CPI同比录得0.6%，涨幅较8月回落0.2个百分点，创2021年4月以来新低，反映内需依然偏弱。

■9月PPI环比降幅有所收窄，但受去年高基数影响，PPI同比快速回落。9月PPI环比降幅自前值1.2%收窄至0.1%，结合翘尾因素快速回落1.2个百分点至1.3%，PPI同比自前值2.3%下行1.4个百分点至0.9%，不及市场预期1.1%。从环比看，生产资料价格降幅由1.6%收窄至0.2%。其中，国际原油价格回落带动国内石油开采加工等相关行业价格下跌，环比降幅仍较大；但9月是传统的施工旺季，叠加基建投资继续发力和“保交楼”政策持续推进，金属、水泥等相关工业品需求有所回升，价格降幅均有收窄，且随着储煤需求提升，煤炭开采环比也由下降4.3%转为上涨0.5%，拉动生产资料价格降幅明显收窄。生活资料价格环比较前值-0.1%回升至0.1%，主要受到食品类涨价的拉动。不过整体来看，尽管多数行业9月环比有所改善，但当前国内需求仍偏弱，9月主要工业品价格多数仍下跌，拖累PPI环比小幅下降。从同比看，我们关注到今年9月生活资料同比录得1.8%，已反超生产资料同比0.8%，下游行业生产者的盈利压力有所缓解，再结合9月上、中、下游PPI同比均延续回落，且上游回落幅度较大，9月中下游行业利润空间持续有所改善。

■9月或为CPI同比年内高点，10-11月料将转为下行。食品方面，随着高温干旱天气的结束，蔬菜水果逐步进入采收旺季，短期内价格或有一定回落；随着天气转凉和国庆、元旦、春节等多个重要节日的到来，猪肉消费需求料有所增加，但考虑到当前生猪存栏还处在较高水平，且政府加大对猪肉市场的调控，发改委已开始分批次投放政府猪肉储备，预计猪价后续料温和上行。非食品方面，近期多地疫情出现反复，服务消费短期内或难见明显修复；且6月下旬以来，国际油价开始持续震荡下行，往后来看，尽管OPEC不断压缩产能，但在欧美货币政策收紧、市场对经济中长期衰退预期未变的背景下，原油需求收缩预期加剧，后续国际油价料难以明显上行。再结合去年10-11月份基数较高，我们预测9月CPI同比或为年内高点，10-11月CPI同比料将转为下行，12月有所抬升。

■10月PPI同比料继续下行，Q4阶段性转负可能性较大。往后看，欧美经济景气度延续回落，全球主要经济体9月PMI普遍下行，全球PMI新订单亦延续回落，海外需求明显趋弱，且需求承压下国际油价料难以明显上行；另一方面，尽管国内稳增长政策持续发力，基建投资持续发力料将给相关工业品价格带来回升

## 固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC执业证书编号：S1450518100003  
chigs@essence.com.cn

高文君

分析师

SAC执业证书编号：S1450521080001  
gaowj@essence.com.cn

## 相关报告

如何看待9月社融超预期？2022-10-12

深圳土拍零距离(8/22)：三

拍热度一般，城投参与度上2022-10-12  
升

宁波土拍零距离(9/22)：三

拍热度一般，城投成拿地主2022-10-12  
力

2022年09月信用债市场回

顾：净融资由正转负，信用2022-10-12  
利差被动收窄

合肥土拍零距离(7/22)：三

拍热度一般，当地民企参与2022-10-10  
度提升

动力，但考虑到当前需求不足仍是国内经济的主要矛盾，工业品价格料难见明显上涨。再结合翘尾因素，预计 PPI 同比 10 月料继续下行，Q4 阶段性转负可能性较大。

■整体来看，9 月 CPI 和 PPI 双双不及预期，市场对于通胀的担忧减弱，且往后来看，9 月 CPI 同比或为年内高点，10-11 月 CPI 同比料将转为下行，10 月 PPI 同比料继续下行，Q4 阶段性转负可能性较大，通胀压力整体不大，同时考虑到当前经济修复尚需稳固、需求不足仍是经济的主要矛盾，“稳增长”仍有待发力，通胀对货币宽松难以构成明显约束。债市策略方面，短期来说，由于货币政策不会收紧和房地产更多是“托而不举”，再加上收益率曲线较陡，我们对 2.75% 以上的长债不悲观，但经济弱势复苏的方向尚未逆转，当前我们继续坚持债市仍属“震荡市”的策略观点。向后看，“地产恢复进度与经济反弹力度，特别是出口下行速度”之间的赛跑可能是决定债市的主要变量，若三大底线政策不能实质性松动，预计四季度债市仍有机会。

■风险提示：油价超预期，疫情超预期等。

## 内容目录

1. 9月CPI、PPI双双不及市场预期.....	4
1.1. CPI环比上涨0.3%，同比上行至2.8%.....	4
1.2. PPI环比下降0.1%，同比大幅回落至0.9%.....	5
2. 10-11月CPI或转为下行，Q4 PPI料阶段性转负.....	6

## 图表目录

图 1: CPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比高于上月，标绿色的为环比高于过去五年同期均值）.....	4
图 2: 9 月猪肉价格涨幅小幅上涨.....	5
图 3: 9 月国际油价震荡回落.....	5
图 4: PPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比/环比高于上月）.....	5
图 5: 9 月 PPI 同比上、中、下游均延续回落（%）.....	5
图 6: 9 月 PMI 多数需求分项基本位于 2021 年以来低位.....	5
图 7: 2022 年 9 月主要行业 PPI 环比变动（%）.....	6
图 8: 生猪存栏和母猪存栏量仍处在较高水平（万头）.....	6
图 9: CPI 服务同比与历史同期对比（%）.....	6
图 10: 2022 年 CPI 同比预测（%）.....	7
图 11: 海外主要经济体 9 月 PMI 延续回落（%）.....	7
图 12: 9 月全球 PMI 新订单延续回落（%）.....	7
图 13: 2022 年 PPI 同比预测（%）.....	7

## 1.9 月 CPI、PPI 双双不及市场预期

9 月通胀数据公布，CPI 同比较前值 2.5%上行至 2.8%，不及市场预期 3.0%，其中翘尾因素约为 0.8 个百分点，新涨价影响约为 2.0 个百分点；核心 CPI 同比上升 0.6%，前值 0.8%，环比为 0.0%，持平前值。9 月 CPI 环比由下降 0.1%转为上涨 0.3%，其中，食品项从前值 0.5%升至 1.9%，非食品环比从下降 0.3%转为持平。

PPI 同比自前值 2.3%下行至 0.9%，不及市场预期 1.1%，其中翘尾影响约为 1.3 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点。9 月 PPI 环比降幅自前值 1.2%大幅收窄至 0.1%，其中，生产资料价格下降 0.2%，降幅收窄 1.4 个百分点；生活资料价格环比较前值上行 0.2 个百分点至 0.1%。

### 1.1. CPI 环比上涨 0.3%，同比上行至 2.8%

图 1：CPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比高于上月，标绿色的为环比高于过去五年同期均值）

时间			2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	
当月同比	总体	总体	2.8	2.5	2.7	2.5	
		食品	8.8	6.1	6.3	2.9	
		非食品	1.5	1.7	1.9	2.5	
		核心	0.6	0.8	0.8	1.0	
		消费品	4.3	3.7	4.0	3.5	
		服务	0.5	0.7	0.7	1.0	
时间			2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	
CPI	总体	总体	0.3	-0.1	0.5	0.0	
		食品	1.9	0.5	3.0	-1.6	
		非食品	0.0	-0.3	-0.1	0.4	
		核心	0.0	0.0	0.1	0.1	
		消费品	0.6	-0.2	0.6	-0.1	
		服务	-0.1	0.0	0.3	0.2	
	月度环比	八大项	食品烟酒	1.3	0.4	1.9	-1.0
			衣着	0.8	-0.2	-0.4	-0.1
			居住	-0.1	0.0	0.0	0.0
			生活用品及服务	0.0	0.0	0.3	-0.2
			交通和通信	-0.6	-1.7	-0.7	2.2
			教育文化和娱乐	0.4	0.1	0.5	0.1
			医疗保健	0.0	0.1	0.0	0.0
			其他用品和服务	-0.3	0.3	-0.7	0.1
	食品烟酒分项	鲜菜	6.8	2.0	10.3	-9.2	
		鲜果	1.3	-1.0	-3.8	-4.5	
		畜肉类	3.0	0.6	11.8	1.0	
		粮食	0.2	0.0	0.1	0.0	
食用油		0.6	0.7	1.8	1.4		
水产品		0.8	0.0	0.5	-1.6		
蛋类		5.4	3.1	0.3	-4.3		
奶类		0.0	0.0	0.1	0.2		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：9 月猪肉价格涨幅小幅上涨



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：9 月国际油价震荡回落



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 1.2. PPI 环比下降 0.1%，同比大幅回落至 0.9%

图 4：PPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比/环比高于上月）

PPI	时间		2022-09	2022-08
	当月同比	总体	0.9	2.3
PPI	总体	生产资料	0.6	2.4
		生活资料	1.8	1.6
		总体	-0.1	-1.2
	生产资料	生产资料	-0.2	-1.6
		生活资料	0.1	-0.1
		总体	-0.8	-4.5
	生活资料	采掘工业	0.1	-2.4
		原材料工业	-0.3	-0.9
		加工工业	0.3	0.0
	生活资料	食品类	0.3	0.3
衣着类		0.0	0.0	
一般日用品类		0.0	-0.4	
耐用消费品类	0.0	-0.4		

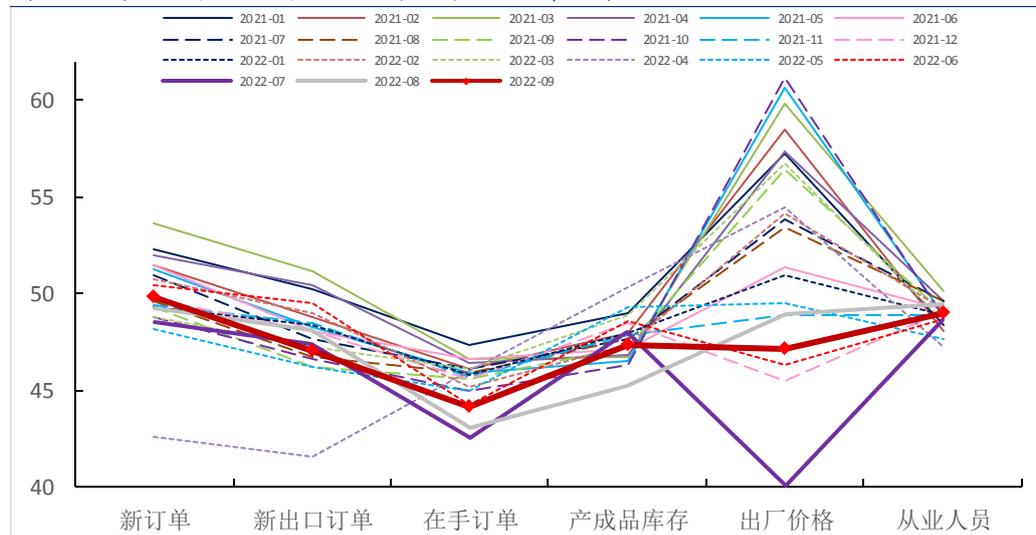
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：9 月 PPI 同比上、中、下游均延续回落（%）



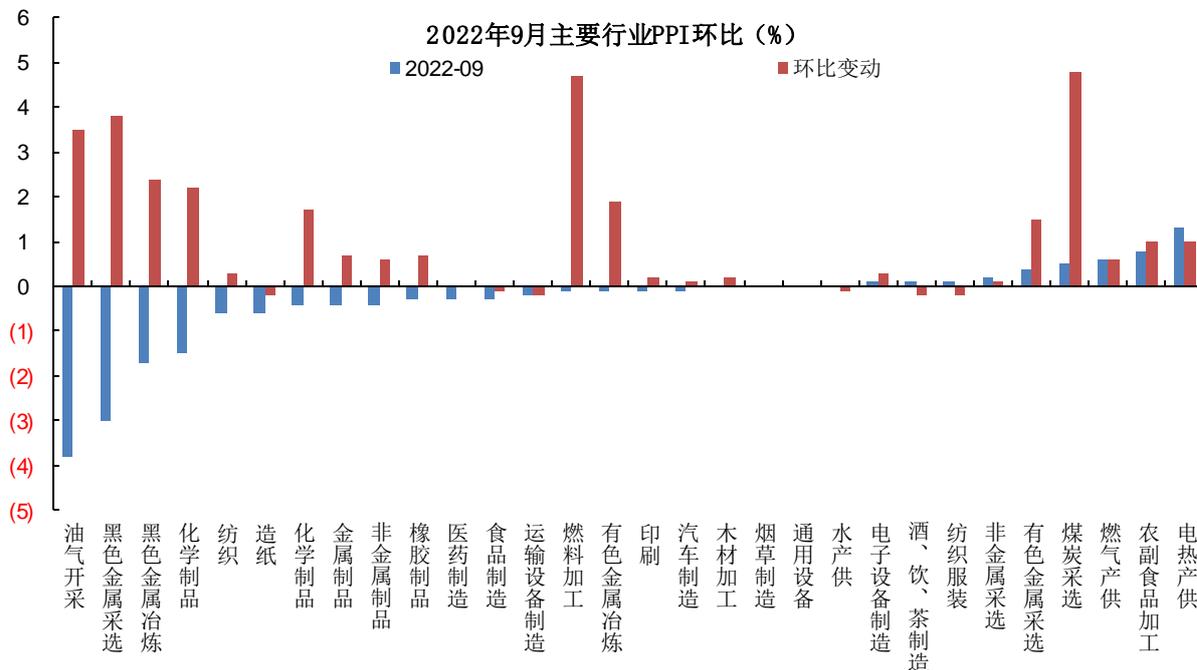
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：9 月 PMI 多数需求分项基本位于 2021 年以来低位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：2022 年 9 月主要行业 PPI 环比变动 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 10-11 月 CPI 或转为下行，Q4 PPI 料阶段性转负

图 8：生猪存栏和母猪存栏量仍处在较高水平（万头）

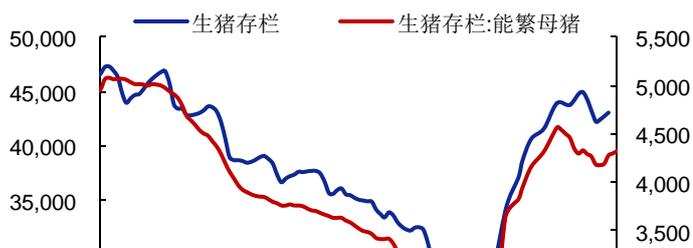
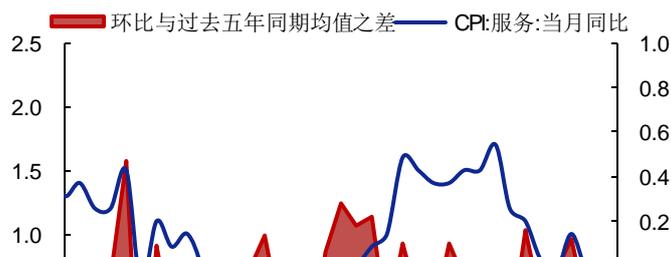


图 9：CPI 服务同比与历史同期对比 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_47245](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47245)

